NATIXIS
BEYOND BANKING

Flash Economie

4 juin 2021 - 412

La répétition des chocs explique que l'économie n'est jamais à l'équilibre de long terme

Dans les modèles macroéconomiques habituels, à l'équilibre de long terme :

- l'inflation est déterminée par la croissance de l'offre de monnaie ;
- le taux d'intérêt réel équilibre l'offre et la demande de biens et services ;
- les prix relatifs des actifs par rapport aux prix des biens sont constants ;
- l'endettement extérieur est stabilisé par le mouvement du taux de change.

Or, aucun de ces mécanismes de long terme n'est observé quand on regarde les évolutions de l'économie sur une longue période de temps.

On peut avoir deux interprétations de cette situation :

- soit les modèles macroéconomiques habituels ne correspondent pas à la réalité ;
- soit l'économie n'est jamais au long terme parce qu'il y a sans arrêt des chocs qui font repartir dans une dynamique de court terme.

Patrick Artus
Tel. (33 1) 58 55 15 00
patrick.artus@natixis.com
@PatrickArtus

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document..

ECONOMIC RESEARCH

Les mécanismes habituels de long terme ne sont pas présents

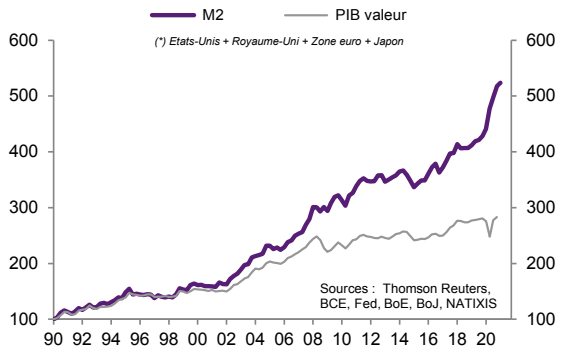
Nous nous concentrons sur **quatre mécanismes économiques qui sont normalement présents à l'équilibre de long terme**.

1. À long terme, l'inflation est normalement déterminée par la croissance de l'offre de monnaie.

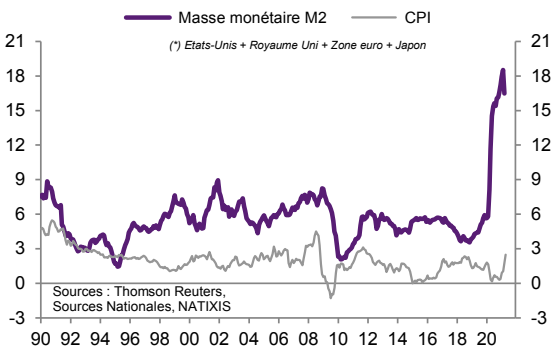
Dans la macroéconomie traditionnelle, à long terme, il y a **une relation stable entre l'offre de monnaie et le PIB en valeur**. Le PIB en volume étant égal à long terme au PIB potentiel, cela implique qu'à long terme l'inflation est déterminée par la croissance de l'offre de monnaie.

Dans la réalité, cette relation n'apparaît pas du tout. L'offre de monnaie (M2) croît durablement plus vite que le PIB en valeur **(graphique 1a)**, l'inflation n'est pas liée à la croissance de l'offre de monnaie **(graphique 1b)** ; nous regardons ici l'ensemble de l'OCDE.

Graphique 1a
OCDE* : masse monétaire M2 et PIB valeur
(100 en 1990:1)



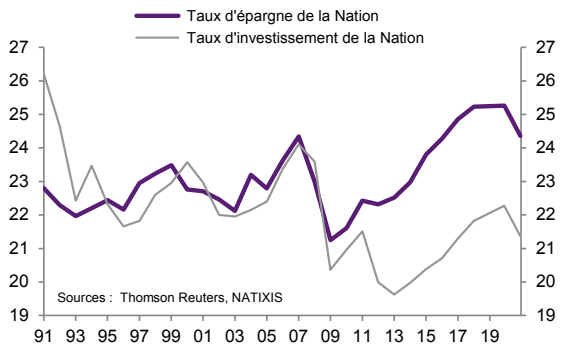
Graphique 1b
OCDE* : masse monétaire M2 et inflation
(GA en %)



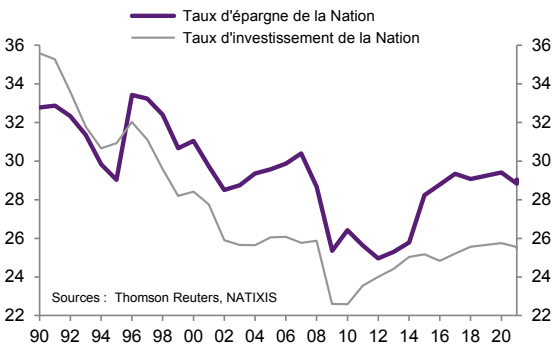
2. À long terme, normalement, le taux d'intérêt réel est déterminé par l'équilibre entre l'offre et la demande de biens et services (par l'équilibre entre l'épargne et l'investissement).

Normalement, à long terme, le taux d'intérêt réel équilibre l'épargne et l'investissement. Pourtant, **on voit subsister durablement une situation d'excès d'épargne** dans la zone euro, au Japon, **d'insuffisance d'épargne** aux États-Unis **(graphiques 2a/b/c)**.

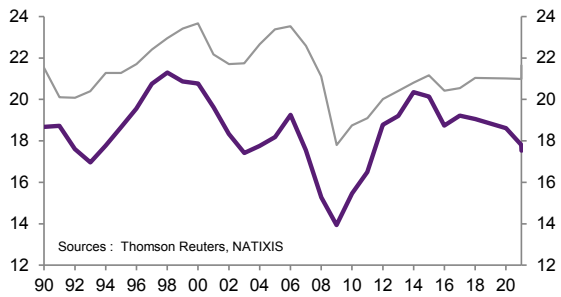
Graphique 2a
Zone euro : taux d'éparne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)



Graphique 2b
Japon : taux d'épargne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)

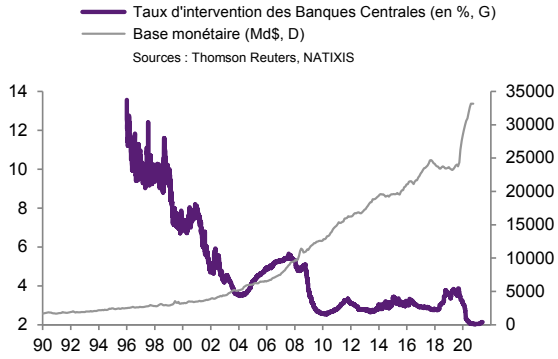


Graphique 2c
Etats-Unis : taux d'épargne et d'investissement de la Nation (en % du PIB valeur)

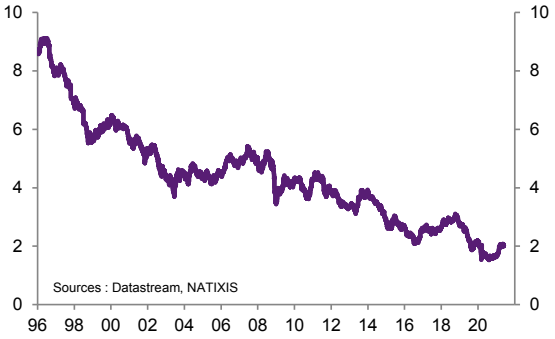


Au niveau du Monde, l'analyse économétrique montre que, **même à long terme, l'évolution des taux d'intérêt à court terme et de l'offre de monnaie de Banque Centrale (graphique 2d) a un effet beaucoup plus important sur les taux d'intérêt à long terme (graphique 2e) que celle du taux d'épargne du Monde (graphique 2f)**, alors qu'à long terme la politique monétaire ne devrait pas influencer les taux d'intérêt réels.

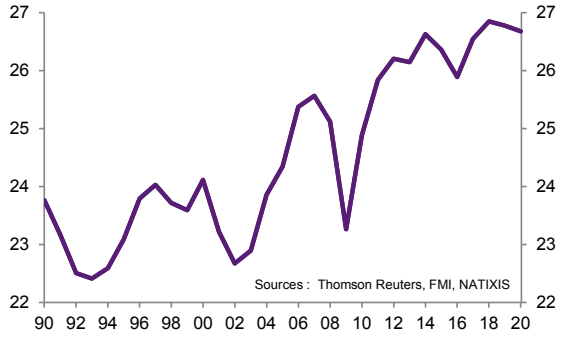
Graphique 2d
Monde : taux d'intervention des banques centrales et base monétaire



Graphique 2e
Monde : taux à 10 ans sur les emprunts d'Etat (en %)



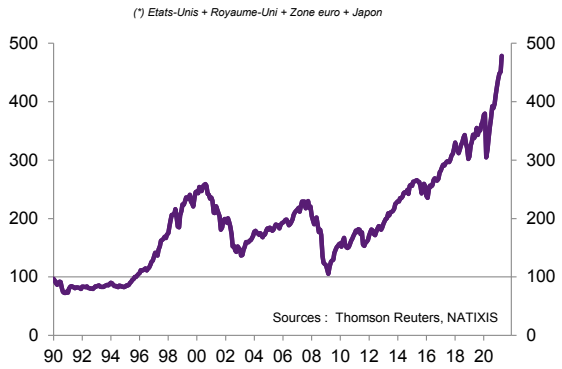
Graphique 2f
Monde : taux d'épargne de la Nation (en % du PIB valeur)



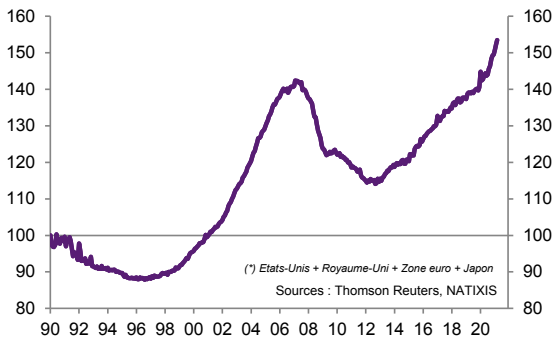
3. À long terme, les prix relatifs des actifs par rapport aux prix des biens et services devraient être constants.

À long terme, le prix relatif des actifs (par rapport aux prix des biens et services) **doit être stable**, sinon il ne peut pas y avoir de croissance équilibrée (où la richesse est une proportion constante du PIB, où le taux d'épargne est stable…). Mais **on voit qu'à long terme, les prix relatifs des actifs sont sur une tendance croissante (graphiques 3a/b), ainsi donc que la richesse (graphique 3c)**.

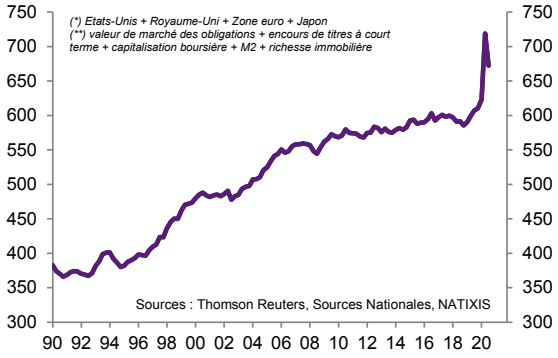
Graphique 3a
OCDE* : ratio indice boursier / CPI (100 en 1990:1)



Graphique 3b
OCDE* : ratio prix des maisons / CPI (100 en 1990:1)



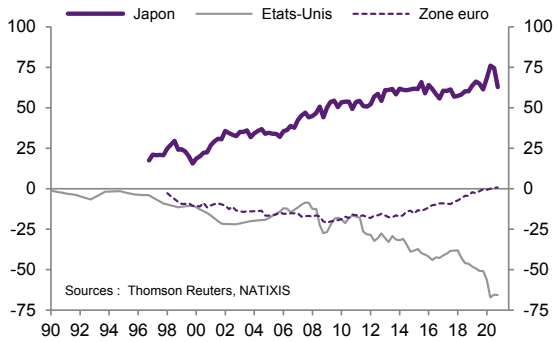
Graphique 3c
OCDE* : richesse totale (en % du PIB valeur)**



4. **À long terme, normalement, le taux de change s'est ajusté pour que le taux d'endettement** (ou d'actifs) **extérieur net soit stable,** ce qui assure la solvabilité extérieure des pays.

   Mais on voit que ce n'est pas le cas et que les taux d'endettement extérieurs varient beaucoup dans le long terme **(graphique 4)**.

Graphique 4
Avoirs ou dette extérieurs nets
(en % du PIB valeur)



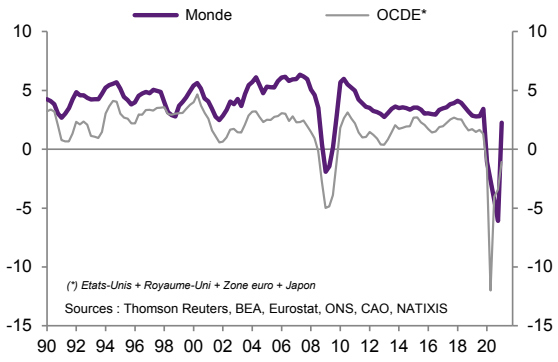
Synthèse : pourquoi les mécanismes normaux de long terme ne sont-ils pas présents ?

Nous avons vu qu'à long terme :

- l'inflation ne varie pas avec la croissance de l'offre de monnaie ;
- le taux d'intérêt réel n'est pas déterminé par l'équilibre épargne-investissement ;
- les prix relatifs des actifs (par rapport aux biens) continuent à augmenter, ainsi que la richesse (par rapport au PIB) ;
- les taux d'endettement extérieurs ne se stabilisent pas.

On pourrait donner d'autres exemples (divergence des taux d'endettement public…). Le plus important pour l'analyse économique est **l'effet à long terme d'une politique monétaire expansionniste** : en théorie, elle conduit à une hausse de l'inflation et n'a pas d'effets sur les taux d'intérêt réels ; dans la pratique, elle ne semble pas avoir d'effet sur l'inflation et semble déprimer les taux d'intérêt réels.

Il y a deux interprétations de ce que les mécanismes de long terme qui sont attendus ne sont pas présents dans la pratique :

- soit le modèle macroéconomique implicite à ces mécanismes n'est pas correct ;
- **soit la répétition des chocs et des récessions (graphique 5) fait qu'on n'atteint jamais le long terme et qu'on enchaîne des dynamiques de court terme.**

Graphique 5
PIB volume (GA en %)